

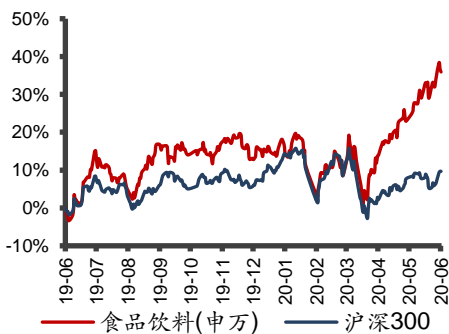


冠绝市场，牛市仍长

行业评级：增 持

报告日期：2020-06-05

行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：尹沿枝

执业证书号：S0010520020001

分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

电话：18505739789

邮箱：yuxw@hazq.com

相关报告

主要观点：

摘要

食品饮料十年涨幅冠绝市场，基本靠业绩增长推动。人均消费量、市场份额、通胀、消费升级合力驱动，各细分板块龙头均量价齐升，利润率也趋势上行。好生意本质、增速相对优势显现、资金机会成本下降合力驱动，绝对和相对估值也趋势上行。中国市场未来很可能提供全球最大消费增长红利，通过聚焦并深耕产业能力圈，锁定好企业，持续深度跟踪，把握重要趋势与变化，伴随企业成长，获得高回报率的胜率应仍高，也是可落地、可复制的投研方法。

食品饮料十年涨幅领跑市场，群英荟萃

2010年1月1日至2020年5月31日，申万28个一级子行业中，涨幅位居前五的为食品饮料、家用电器、计算机、医药生物、电子，累计涨幅分别为420%、274%、181%、162%、126%，白酒、乳品、食品综合、肉制品、调味发酵品涨幅在子板块中领先，涨幅分别为650%、384%、238%、209%、202%。

量价齐升驱动业绩，估值趋势上行

虽幅度、结构、节奏差异较大，但子板块龙头公司主导产品普遍量价齐升，迭加利润率上行，驱动了营收、净利持续增长，基本可解释股价涨幅。销量持续增长源于人均收入增长推动人均消费量上升，且龙头公司市场份额不断提升。产品均价年复合涨幅普遍超过CPI，战胜了通胀且应受益于消费升级。或因中国经济增速持续下行，食品饮料成长空间和确定性相对优势逐渐显现，且好生意天生现金流充沛、轻资产、高ROE，迭加资金机会成本下行，板块绝对和相对估值均趋势上行。

牛市仍长，挑战加大

展望未来，龙头公司量、价持续成长空间仍在，高ROE、现金流充沛特点或更明显，消费型社会中相对其他行业的优势或更明显，迭加资金机会成本下降，我们判断，食品饮料牛市仍长。当前，线上渠道快速发展、产业链变迁、生活模式新变化已成为食品饮料行业发展的新动力。同时，行业增速趋缓、人口老龄化、消费者群体知识结构剧变、电商推动渠道结构剧变、经济结构变化等也正在为龙头公司持续成长带来新挑战。

投资建议：深耕能力圈，锁定好企业

我们建议持续重点关注如下领域和公司：白酒方面，消费升级推动，高端、次高端增长空间预计仍是几倍级，低档光瓶酒龙头也可靠市场份额扩张实现持续增长，关注高端龙头贵州茅台、五粮液、泸州老窖、酒鬼酒，次高端龙头洋河股份、山西汾酒、古井贡酒、今世缘等。随着人均消费量增长、内部结构转换、产业变迁，众多细分板块销量天花板仍高，产品价格也将保持上涨趋势，龙头公司市场份额将不断上升，关注伊利股份、双汇发展、海天味业、中炬高新、涪陵榨菜、天味食品、日辰股份、安琪酵母、绝味食品、桃李面包、三只松鼠、良品铺子、洽洽食品、安井食品、克明面业、汤臣倍健、百润股份等。

风险提示

宏观经济下行风险；食品安全风险；政策风险；原材料价格上涨风险等。

正文目录

一 涨幅领跑市场，板块群英荟萃	6
二 好生意驱动股价，行业选择决定命运	8
2.1 好生意应是根本驱动力：业务持续快速内生增长	8
2.2 中国红利，量价齐升	10
2.2.1 销量：行业成长、份额扩张	10
2.2.2 价格：战胜通胀，享受升级	14
2.2.3 利润率持续提升：产品升级及规模效应	16
2.3 新时代有新机遇	19
2.3.1 线上爆发提供高成长机遇	19
2.3.2 产业链变迁，B2B 正是风口	19
2.3.3 生活模式变化带来新机会	20
三 估值：绝对和相对均持续抬升	22
四 展望：牛市仍长，挑战加大	24
4.1 长牛仍可期	24
4.1.1 好生意特点或不断强化	24
4.1.2 估值或将继续上升	25
4.2 挑战加大：未来并非过去简单重演	26
五 投资建议：深耕能力圈，锁定好企业	27
六 风险提示	27

图表目录

图表 1 2010 年至今食品饮料涨幅在申万一级行业中排第一	6
图表 2 重点公司上市至今年复合回报率（截至 2020.5.31，按上市至今年复合回报率排序）	7
图表 3 食品细分龙头上市至今营收年复合增速	8
图表 4 食品细分龙头上市至今归母净利润年复合增速	8
图表 5 主流白酒企业上市至今年化营收复合增速	8
图表 6 主流白酒企业上市至今年化归母净利润复合增速	8
图表 7 白酒重点公司上市至今年各指标复合增速（截至 2020.5.31）	9
图表 8 申万一级行业食品饮料及白酒 ROE 领跑行业	9
图表 9 申万一级行业食品饮料及白酒经营净现金流/营业总收入领先行业	10
图表 10 乳制品、调味品及龙头量增	12
图表 11 白酒及龙头量增	12
图表 12 各细分子行业核心公司量增回顾	12
图表 13 常温奶市场格局龙头集中效应明显	13
图表 14 海天酱油销量增速持续超越中炬高新	13
图表 15 茅台、五粮液各重要时间节点市场容量回顾（单位：亿元）	13
图表 16 龙头茅五泸高端酒规模快速增长(单位：亿元)	13
图表 17 龙头茅五泸份额持续增长	13
图表 18 近十年牛奶酸奶价格走势	15
图表 19 茅台、五粮液、国窖出厂价走势	15
图表 20 调味品、酱油零售单价持续提升	15
图表 21 各细分子行业核心公司价增回顾	16
图表 22 茅五泸出厂价复合增速与 CPI 增速对比	16
图表 23 食品饮料（含白酒）及白酒板块净利率走势	17
图表 24 主流食品企业毛利率走势	17
图表 25 主流食品企业净利率走势	17
图表 26 主流白酒企业毛利率走势	18
图表 27 主流白酒企业净利率走势	18
图表 28 休闲食品各渠道规模及复合增速	19
图表 29 三只松鼠线上业务分布	19
图表 30 连锁餐饮平均门店数量持续增加	20
图表 31 中美餐饮行业 TOP50 份额对比	20
图表 32 近年来外食早餐支出增速持续高于居家早餐	20
图表 33 近年来短中保品牌商市占率	20
图表 34 休闲卤制品行业龙头公司 2016 年市占率	21
图表 35 中国预调酒销量及增速(万千升)	21
图表 36 中国预调酒市场份额变化	21
图表 37 近十年申万食品饮料及白酒市盈率在全部申万一级子行业中排序及走势	22
图表 38 近五年食品饮料及白酒估值水平及排序	23
图表 39 全国居民人均可支配收入持续增长	24
图表 40 中国 CPI 增速	24

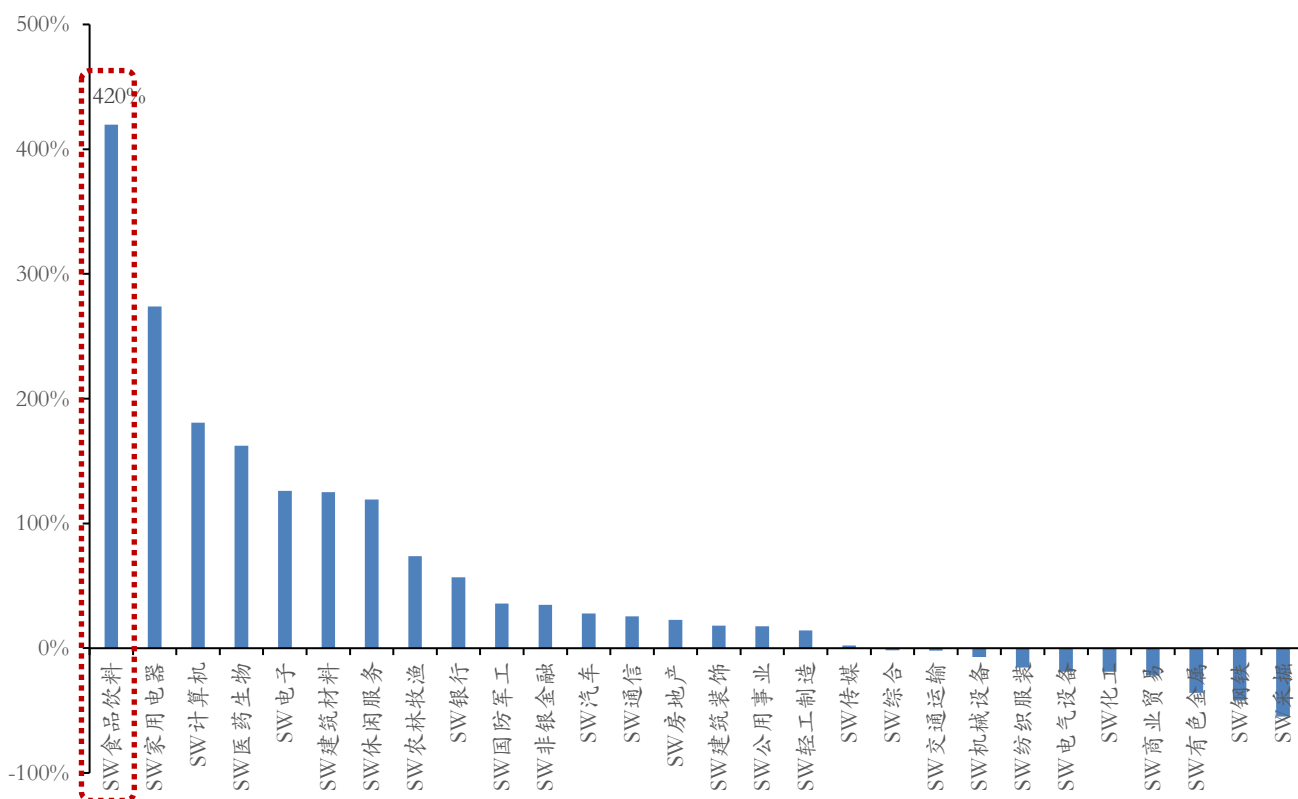
图表 41 (消费、投资、出口) 对 GDP 增长拉动百分比.....	25
图表 42 (消费、投资、出口) 对 GDP 增长贡献率.....	25
图表 43 十年期国债收益率呈下行趋势.....	25
图表 44 GDP 增速持续下行.....	26
图表 45 新生儿人口数量持续下行.....	26
图表 46 上大学人数比例走势.....	26

一 涨幅领跑市场，板块群英荟萃

十年涨幅领跑市场。2010年1月1日至2020年5月31日，上证综指下跌12.96%，沪深300上涨8.15%。申万28个一级子行业中，涨幅位居前五的为食品饮料、家用电器、计算机、医药生物、电子，累计涨幅分别为420%、274%、181%、162%、126%，食品饮料板块涨幅领跑全市场。

板块群英荟萃，牛股层出不穷。食品饮料各子板块涨幅均不俗，自2010年1月1日至2020年5月31日，涨幅前五的是白酒、乳品、食品综合、肉制品、调味发酵品，涨幅分别为650%、384%、238%、209%、202%，均大幅跑赢沪深300。白酒板块表现最突出，涌现出茅台、泸州老窖、今世缘、五粮液、汾酒等众多高回报率个股。白酒之外，各细分板块均出现了牛股，如乳制品伊利股份，肉制品双汇发展，调味品海天味业、中炬高新、千禾味业、涪陵榨菜等，休闲食品桃李面包、绝味食品、洽洽食品等，连锁餐饮及食材类海底捞、安井食品等。

图表 1 2010 年至今食品饮料涨幅在申万一级行业中排第一



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 2 重点公司上市至今年复合回报率（截至 2020.5.31，按上市至今年复合回报率排序）

重点公司	所属行业	上市年份	上市市值(亿元)	当前市值(亿元)	累计绝对回报率	上市至今年复合回报率
三只松鼠	休闲食品	2019	59	349	493%	643%
天味食品	调味品	2019	56	289	420%	332%
颐海国际	调味品	2016	34	725	2012%	119%
安井食品	速冻食品	2017	24	276	1049%	111%
盐津铺子	休闲食品	2017	11	132	1065%	110%
千禾味业	调味品	2016	15	183	1142%	81%
绝味食品	休闲食品	2017	66	421	538%	78%
桃李面包	休闲食品	2015	62	324	422%	46%
海天味业	调味品	2014	384	3,723	871%	43%
贵州茅台	白酒	2001	78	17,167	21776%	33%
今世缘	白酒	2014	85	460	441%	33%
涪陵榨菜	调味品	2010	22	285	1212%	31%
伊利股份	乳制品	1996	3	1,667	55755%	30%
双汇发展	肉制品	1998	11	1,313	12064%	25%
五粮液	白酒	1998	47	5,734	12032%	24%
泸州老窖	白酒	1994	5	1,216	23903%	24%
蒙牛乳业	乳制品	2004	39	1,090	2678%	23%
三全食品	速冻食品	2008	20	188	829%	20%
山西汾酒	白酒	1994	13	1,117	8375%	18%
洋河股份	白酒	2009	270	1,590	489%	18%
恒顺醋业	调味品	2001	9	175	1842%	17%
安琪酵母	调味品	2000	16	334	1971%	17%
中炬高新	调味品	1995	9	438	4834%	17%
古井贡酒	白酒	1996	20	658	3200%	16%
顺鑫农业	白酒	1998	17	384	2224%	16%
洽洽食品	休闲食品	2011	80	297	271%	15%

资料来源：wind，华安证券研究所

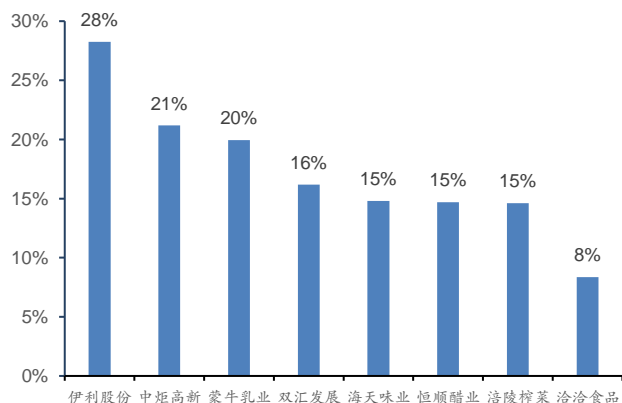
注：当前市值扣除了再融资金额，其中双汇发展涉及到发行股份购买集团资产因此并未扣除。回报率没有计算分红的收益。

二 好生意驱动股价，行业选择决定命运

2.1 好生意应是根本驱动力：业务持续快速内生增长

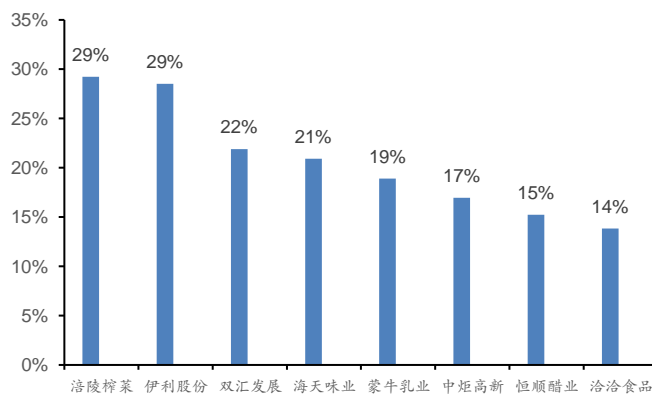
食品龙头持续快速成长。主流食品细分龙头上市以来营业收入及归母净利润均保持双位数以上复合增速，收入端，乳制品伊利股份、蒙牛乳业上市至今复合增速分别为28%、20%，调味品海天味业、涪陵榨菜分别为15%、15%；利润端，乳制品伊利股份、蒙牛乳业上市至今复合增速分别为29%、19%，调味品龙头涪陵榨菜、海天味业分别为29%、21%。

图表3 食品细分龙头上市至今营收年复合增速



资料来源：wind，华安证券研究所

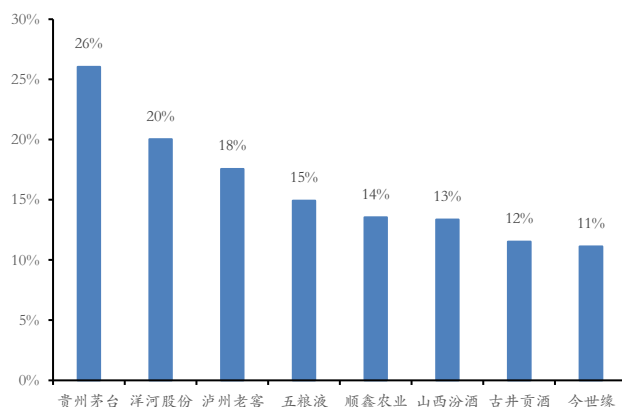
图表4 食品细分龙头上市至今归母净利润年复合增速



资料来源：wind，华安证券研究所

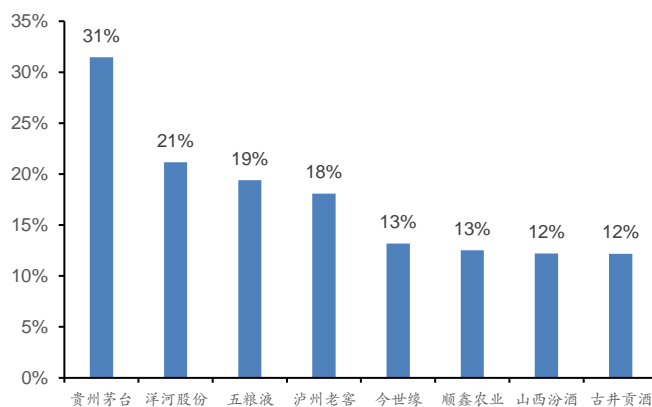
白酒业绩持续高增速。主流白酒企业上市以来营业收入及归母净利润均保持较高复合增速，收入端，贵州茅台、洋河股份、泸州老窖上市至今营业收入复合增速分别为26%、20%、18%；利润端，贵州茅台、洋河股份、五粮液上市至今归母净利润复合增速分别为31%、21%、19%，长期成长性凸显。

图表5 主流白酒企业上市至今年化营收复合增速



资料来源：wind，华安证券研究所

图表6 主流白酒企业上市至今年化归母净利润复合增速



资料来源：wind，华安证券研究所

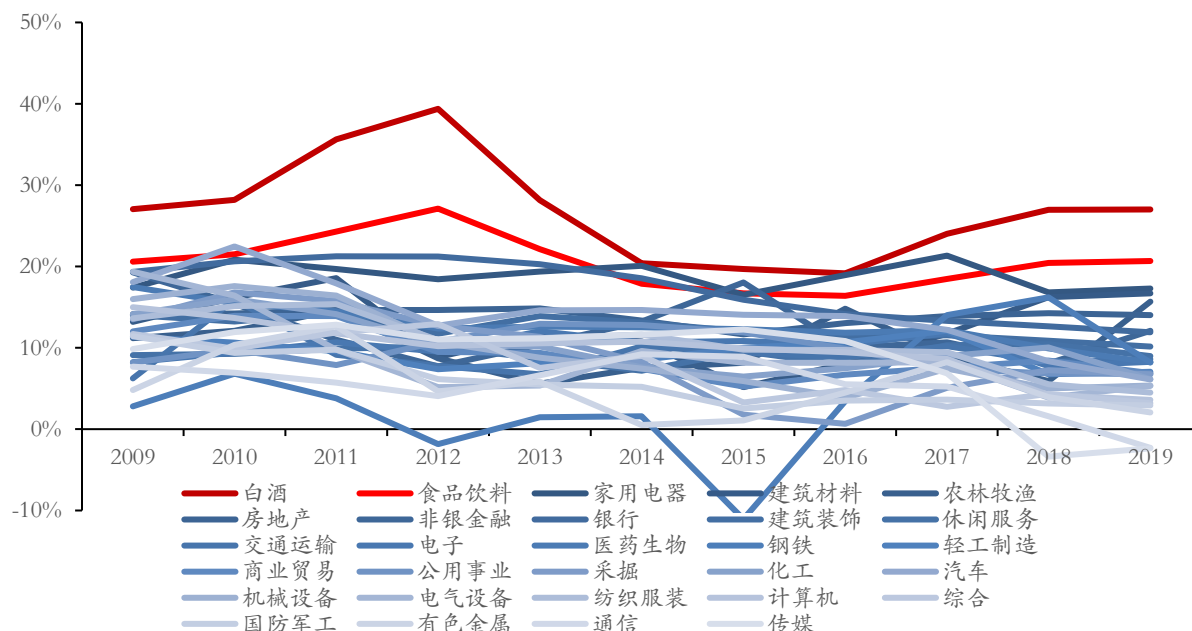
业绩驱动股价，增速与股价涨幅基本匹配。以乳制品、调味品、休闲食品等为代表的各类食品龙头，及以全国名酒、区域次高端龙头为代表的各类白酒龙头，上市至今股价年复合回报率与归母净利润复合增速高度匹配，例如：贵州茅台、伊利股份、双汇发展上市至今年化归母净利润符合增速分别为31%、29%、22%，对应股价年复合回报率为33%、30%、25%，因此可以认为，食品板块龙头企业的股价上涨基本可由业绩增长驱动。

图表7 白酒重点公司上市至今年各指标复合增速（截至2020.5.31）

重点公司	企业性质	营业收入	归母净利润	上市至今复合回报率
贵州茅台		26%	31%	33%
五粮液	全国名酒	15%	19%	24%
泸州老窖		18%	18%	24%
洋河股份		20%	21%	18%
山西汾酒	次高端龙头	13%	12%	18%
古井贡酒		12%	12%	16%
今世缘		11%	13%	33%
顺鑫农业	全国光瓶酒龙头	14%	13%	16%
伊利乳业	乳制品	28%	29%	30%
蒙牛乳业		20%	19%	23%
海天味业		15%	21%	43%
中炬高新	调味品	21%	17%	17%
涪陵榨菜		15%	29%	31%
恒顺醋业		15%	15%	17%
洽洽食品	休闲食品	8%	14%	15%
双汇发展	肉制品	16%	22%	25%

资料来源：wind，华安证券研究所

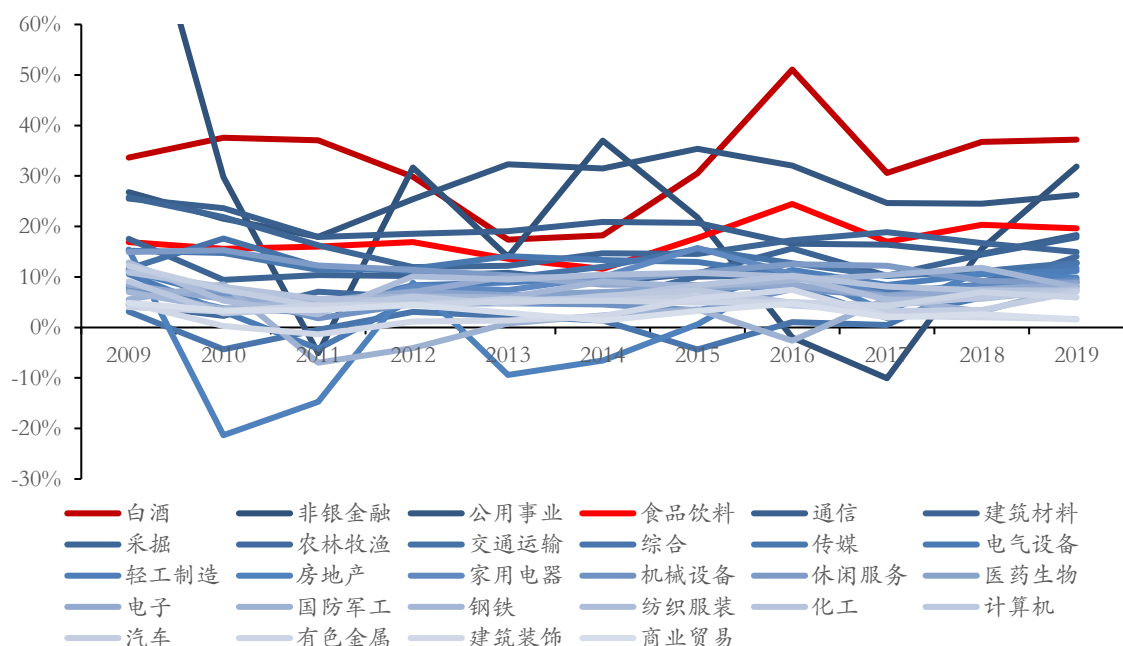
ROE 领跑市场，内生增长动力强劲。食品饮料板块 ROE 长期保持 20% 水平，白酒在多数年份更是达到 30%，全市场遥遥领先。实际上，如果扣除冗余现金影响，板块真实业务 ROE 会更高，业务内生增长提供了强大保证。

图表8 申万一级行业食品饮料及白酒 ROE 领跑行业


资料来源：wind，华安证券研究所

商业模式决定现金流充沛，成长无需融资驱动，分红能力强。食品饮料各板块普遍有轻资产、高 ROE 的经营特征，这是其品牌、渠道驱动的商业模式所决定。受益于此，食品饮料板块现金流充沛，分红能力强。如白酒龙头贵州茅台、调味品龙头海天味业、中炬高新等 2000 年至今均未增发融资，其余白酒龙头五粮液、乳制品龙头伊利股份 2000 年至今仅分别增发融资约 19 亿元、58 亿元。观察食品饮料及白酒板块经营净现金流/营业总收入指标，始终位于申万一级子行业前列。

图表 9 申万一级行业食品饮料及白酒经营净现金流/营业总收入领先行业



资料来源：wind，华安证券研究所

2.2 中国红利，量价齐升

中国约 14 亿人口，迭加经济持续快速增长，或许是人类发展史上最大的成长红利。食品饮料是经济体系中最基本的业务板块，受益良多，各细分板块的公司均获得持续成长机会。同时，各细分赛道上龙头公司逐渐胜出，品牌、渠道、组织优势显现，还获得了更多市场份额，争取了更高的品牌溢价，进一步助推了公司业务量价齐升。

2.2.1 销量：行业成长、份额扩张

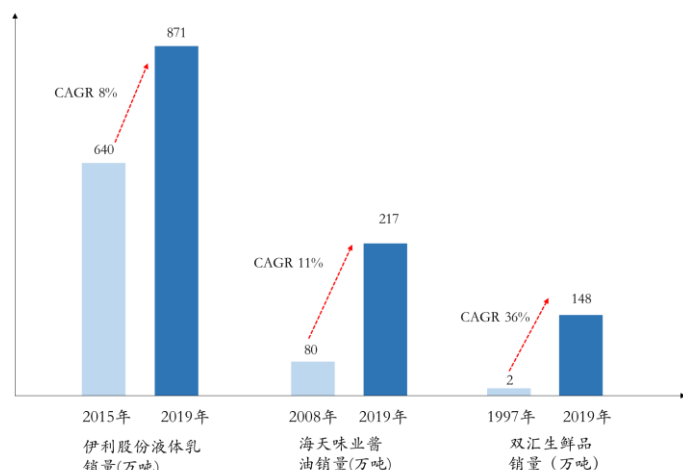
龙头公司销量普遍持续增长，一方面是受益于人均收入增长推动，人均消费量持续上升；二是龙头公司市场份额不断提升。

传统产业已养育巨头，增速虽缓但成长坡道仍长。经过约三十年的发展，乳制品、肉制品、调味品、白酒、啤酒等传统产业均已产生规模巨大企业，中国人逐步由贫穷步入小康，人均收入上升推动人均消费量上升，龙头企业同时持续收割市场份额。整体看，这些行业中部分销量增速有所放缓，如乳制品、调味品、肉制品，部分行业销量趋于稳定甚至下降，如白酒、啤酒等。但对赛道中龙头企业来说，份额扩张、集中度提升仍可推动销量增长。

细分赛道和结构转化成长机遇凸显。随着人均收入上升、生活模式转换、产业变迁，新成长机遇不断显现，如休闲食品中的卤味食品、短保面包等，电商渠道兴起给三只松鼠带来的机会 BTB 风口给速冻食品、复合调味料带来的机会，消费升级给白酒产品结构快速上升带来的机会，产品结构内部转换给肉制品带来的机会，集中度提升给屠宰带来的机会等。

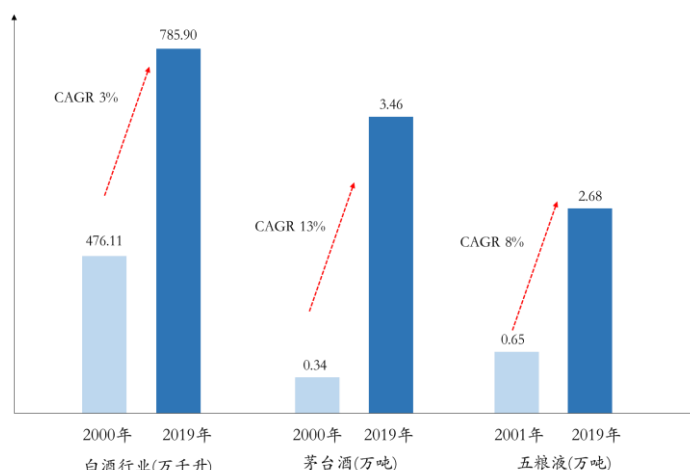
- 1) **乳制品：人均饮奶量从无到有为企业提供了爆发式增长机会**，如伊利 1994 年日收奶量仅约 160 吨，2019 年日收奶量达到 1.6 万吨，25 年增长了 100 倍。随着人均饮奶量上升，且或许是受人均收入增速等条件约束，行业销量增速已放缓，如液态奶消费量从 2009 年的 2,961 万吨增长至 2017 年的 3,759 万吨，8 年 CAGR 仅为 3%。**但龙头公司伊利销量增速仍较快**，由 2015 年的 640 万吨增长至 2019 年的 871 万吨，年复合增速达到 8%，因为其常温液奶市占率由 2012 年的 26% 提升至了 2018 年的约 37%，推高了增速；
- 2) **调味品：中国规模企业酱油产量由 2008 年的约 367 万吨增长至 2018 年的约 577 万吨，年复合增速 4.6%**，其中海天味业酱油销量由 2008 年约 80 万吨增长至 2019 年约 217 万吨，**年复合增速约 10.5%**，**其市场份额从约 21% 升至约 33%**。即使观察过去五年，其 13% 的酱油年复合销量增速仍高于第二名中炬高新的 10%，份额提升明显；
- 3) **肉制品：双汇发展肉制品销量由 1995 年的 11 万吨增长至 2019 年的 160 万吨，年复合增速约为 21%**，生鲜品销量由 2 万吨增长至 148 万吨，年复合增速约为 36%。过去 5 年肉制品销量基本平稳，我们预计中国消费加工肉消费比例会不断提升，**双汇正积极推动全面改革，有望再次恢复增长**；
- 4) **白酒：中国白酒产量自 2003 年的约 476 万千升增长至 2019 年的约 786 万千升，年复合增速约为 2.67%**，考虑基酒贸易等原因导致了重复计算，白酒行业实际消费量应该在下滑，但龙头公司主导产品持续增长，如贵州茅台的茅台酒销量由 2000 年的 3,355 吨增长至 2019 年的 34,562 吨，年复合增速约为 13.1%，五粮液的五粮液酒销量由 2001 年的约 0.65 万吨增长至 2019 年的约 2.68 万吨，年复合增速约为 8.19%；
- 5) **细分赛道，中小企业快速成长**：如休闲食品中，通过抓住互联网流量爆发机会，三只松鼠销量从 2014 年的 1.43 万吨，增长至 2019 年的 9.6 万吨，年复合增速高达 46.6%；又如绝味食品和桃李面包，2011 年到 2019 年，销量年复合增速分别达到 13.4%、19.2%；主打复合调味料的天味食品，2011 年销量仅 3.54 万吨，2019 年已达到 8.83 万吨，年复合增速 12.1%；主打速冻火锅食材的安井食品，销量从 2013 年的 14.77 万吨增长至 2019 年的 48.94 万吨，年复合增速约 22.1%。

图表 10 乳制品、调味品及龙头量增



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 白酒及龙头量增



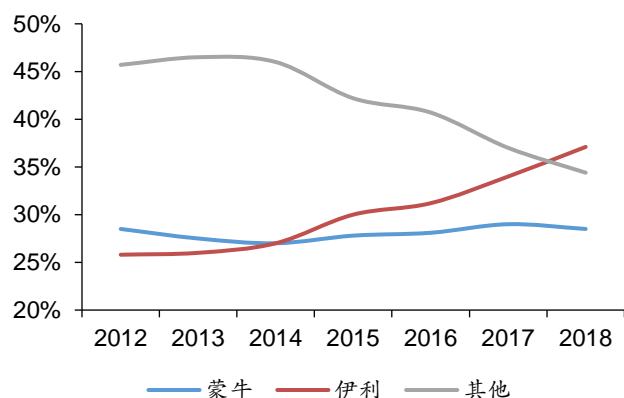
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12 各细分行业核心公司量增回顾

行业	公司	核心产品	起始年份	起始销量 (万吨)	2015 销量 (万吨)	2019 销量 (万吨)	起始-19 年 CAGR	15-19 年 CAGR
白酒	贵州茅台	飞天茅台	2000	0.34	1.98	3.46	13%	15%
	五粮液	普五	2001	0.65	1.51	2.68	8%	15%
	泸州老窖	国窖 1573	2002	0.07	0.3	0.9	16%	32%
	洋河股份	蓝色经典	2008	0.94	3.61	4.82	13%	7%
乳制品	伊利股份	液态奶	2015	640	640	871	8%	/
调味品	海天味业	酱油	2015	134	134	217	13%	/
	千禾味业	酱油	2011	2.3	5.1	15.2	27%	31%
	中炬高新	酱油	2015	31	/	45	10%	/
	恒顺醋业	醋	1997	3	N/A	16	9%	N/A
	涪陵榨菜	榨菜	2007	8.5	9.1	11.9	3%	7%
	天味食品	火锅底料	2011	3.5	4.9	8.8	12%	16%
休闲食品	桃李面包	面包	2011	8	15	32	19%	21%
	绝味食品	卤制品	2011	5	8	13	13%	11%
	三只松鼠	零食	2014	1	3	10	47%	37%
	洽洽食品	零食	2007	12	18	20	4%	3%
肉制品	双汇发展	肉制品	1995	11	158	160	12%	0.3%
		生鲜品	1995	2	117	148	20%	6%
速冻食品	安井食品	速冻食品	2013	15	25	49	22%	19%

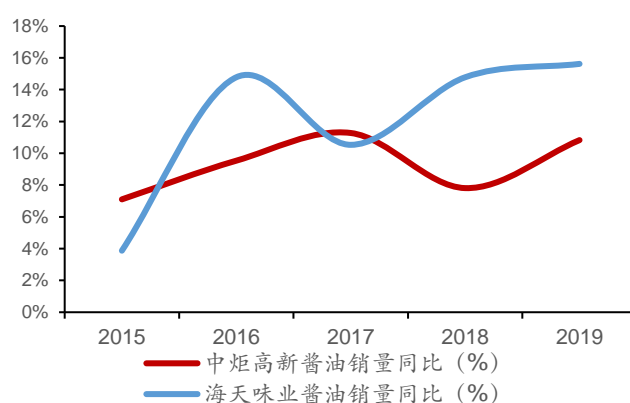
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 13 常温奶市场格局龙头集中效应明显



资料来源: 尼尔森, 华安证券研究所

图表 14 海天酱油销量增速持续超越中炬高新



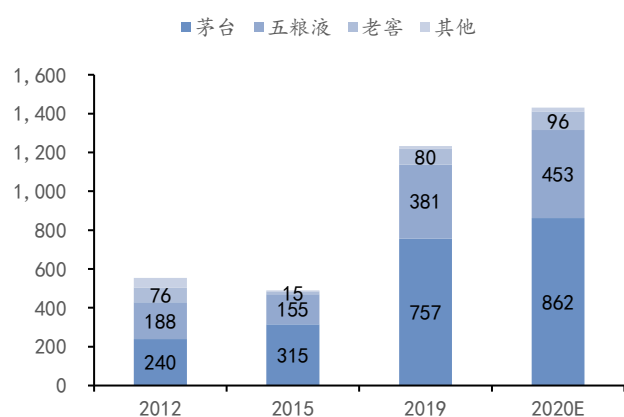
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 15 茅台、五粮液各重要时间节点市场容量回顾 (单位: 亿元)

公司 白酒行业阶段	2003 年 黄金十年起点	2012 年 黄金十年末期	2015 年 三公消费底部	2017 年 本轮小周期起点	2019 年 行业竞争深水区
贵州茅台(飞天茅台、年份酒等)	23	240	315	524	757
五粮液(经典五粮液、1618、低度五粮液等)	32	188	155	214	381

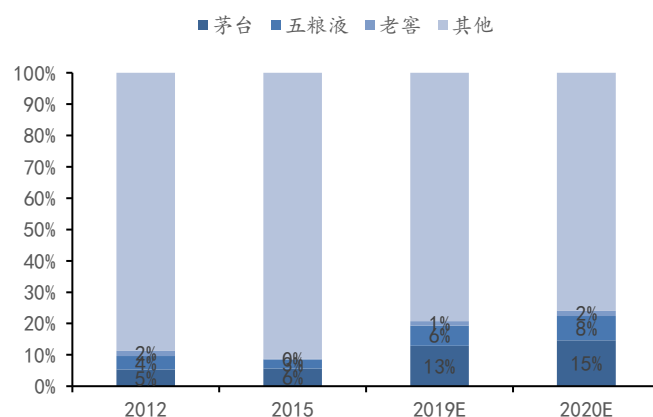
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 16 龙头茅五泸高端酒规模快速增长(单位: 亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 17 龙头茅五泸份额持续增长



资料来源: wind, 前瞻网, 华安证券研究所

2.2.2 价格：战胜通胀，享受升级

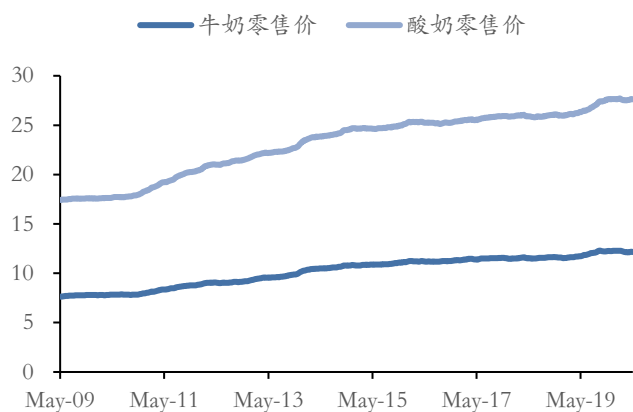
通货膨胀和消费升级推动，食品饮料各细分行业产品价格均得以持续增长，多数战胜了 CPI。

尽管普涨，但产品间价格涨幅差异较大，或源于以下两点：产品属性、产业周期。产品属性方面，非主食类产品涨幅整体高于主食，To C 端产品涨幅高于 To B 端产品，如白酒、调味品、休闲食品涨幅高于速冻、肉制品、面包，调味品中 C 端占比更大的涪陵榨菜、恒顺醋业涨幅大于 B 端占比更大的海天、千禾；产业周期方面，一是收入水平上升可能会逐步提升主食类产品涨价能力，二是成本周期、管理思路变化等会推动价格策略调整，典型如双汇肉制品 2018 年底开始连涨 6 次价格。

价格是部分公司成长最主要驱动力量。典型如洽洽食品和涪陵榨菜，自 2007 年到 2019 年，两者主导产品葵花子、榨菜销量年复合分别下降约 2%和增长约 3%，但均价年复合增速分别达到 12%、9%，驱动营收分别年复合增长 11%、12%。当行业量增受限时，产品涨价能力或许会得到更好体现。

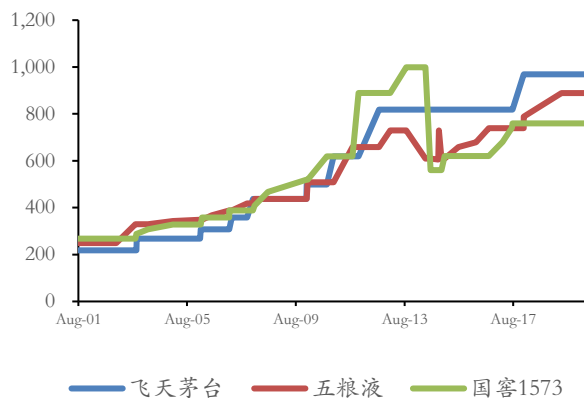
- 1) **白酒**：2001~2019 年，高端名酒 53 度飞天茅台、52 度经典五粮液、52 度国窖 1573 出厂价复合增速分别为 8.6%、7.3%、6.0%，显著跑赢同期中国 CPI 增幅 2.3%，享受消费升级红利明显；
- 2) **次高端白酒**：随着茅台酒为代表高端白酒价格天花板抬升，白酒企业不断推动产品结构升级，如 2008~2012 年百元价格带爆发式增长，2015 年之后则次高端迅速崛起，推动了酒企产品组合均价持续提升。如洋河蓝色经典系列，自 2006 年至 2019 年，蓝色经典系列产品均价年复合增速达到 11.2%；
- 3) **调味品**：调味品与酱油零售价分别由 2009 年的 9.9 元、12.85 元提升至 2018 年的 16.1 元、19.4 元，年复合增速分别约为 4.9%、4.2%。龙头海天味业酱油产品均价由 2009 年 4,015 元/吨上涨至 2019 年 5,356 元/吨，年复合增速约为 3.5%；涪陵榨菜终端零售价由 2008 年的 0.5 元/包提升至 2018 年的 2 元/包，年复合增速达到 14%；天味食品产品均价年复合增速也达到 4.36%；
- 4) **乳制品**：2009 年至今，牛奶、酸奶零售价格分别累计上涨约 59%、58%，年复合增速分别为 4.33%、4.23%，领先同期 CPI 复合增速的约 2.6%；龙头伊利股份液体乳吨价自 2015 年的 7,371 元/吨增长至 2019 年的 8,469 元/吨，年复合增速约为 3.5%。乳制品价增核心来自头部企业通过产品高端化来实现结构提升；
- 5) **休闲食品**：休闲食品品类繁杂，我们观察三只松鼠、绝味食品、桃李面包，产品均价都有明显提升。2014 年至 2019 年，三只松鼠产品均价年复合涨幅达到 10%，2011 年至 2019 年，绝味食品和桃李面包均价年复合涨幅分别有 4%、2%。

图表 18 近十年牛奶酸奶价格走势



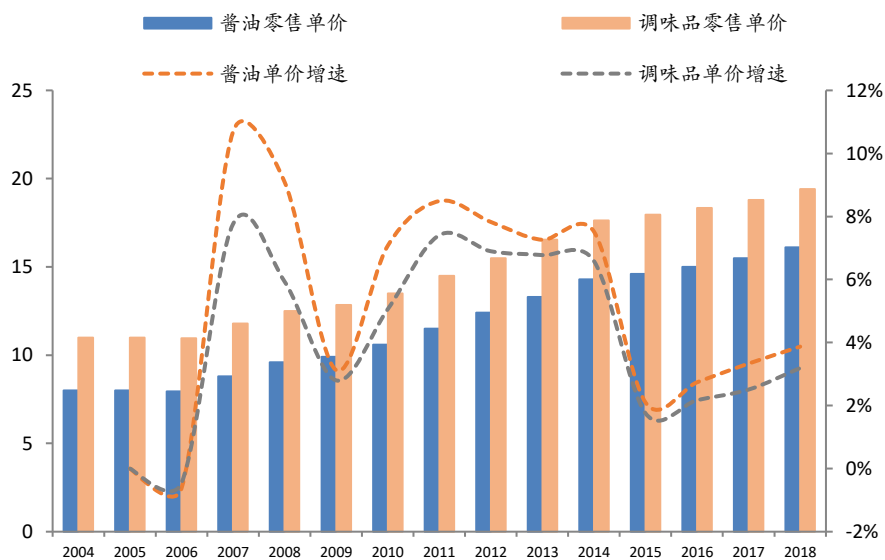
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 19 茅台、五粮液、国窖出厂价走势



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 20 调味品、酱油零售单价持续提升



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

图表 21 各细分子行业核心公司价增回顾

行业	公司	核心产品	起始年份	起始均价 (元/吨)	2015 年均价 (元/吨)	2019 年均价 (元/吨)	起始-19 年 CAGR	15-19 年 CAGR
白酒*	贵州茅台	飞天茅台	2000	218	819	969	8%	4%
	五粮液	普五	2001	249	609	889	7%	10%
	泸州老窖	国窖 1573	2002	268	620	760	6%	5%
	洋河股份	蓝色经典	2008	87	131	180	5%	8%
乳制品	伊利股份	液态奶	2015	7,371	/	8,469	4%	/
调味品	海天味业	酱油	2015	5,002	/	5,356	2%	/
	千禾味业	酱油	2011	4,232	5,066	5,500	3%	2%
	恒顺醋业	醋	1997	2,766	N/A	7,710	5%	N/A
	涪陵榨菜	榨菜	2007	4,957	9,522	14,368	9%	11%
	天味食品	火锅底料	2011	16,176	17,681	19,442	2%	2%
休闲食品	桃李面包	面包	2011	14,521	16,570	17,304	2%	1%
	绝味食品	卤制品	2011	27,278	33,608	38,376	4%	3%
	三只松鼠	零食	2014	65,247	75,112	105,995	10%	9%
	洽洽食品	零食	2007	12,337	19,448	24,444	12%	6%
肉制品	双汇发展	肉制品	1995	11,956	14,298	15,711	1%	2%
速冻食品	安井食品	速冻食品	2013	12,095	10,436	10,761	-2%	1%

资料来源：wind，华安证券研究所

注：白酒均价为元/瓶

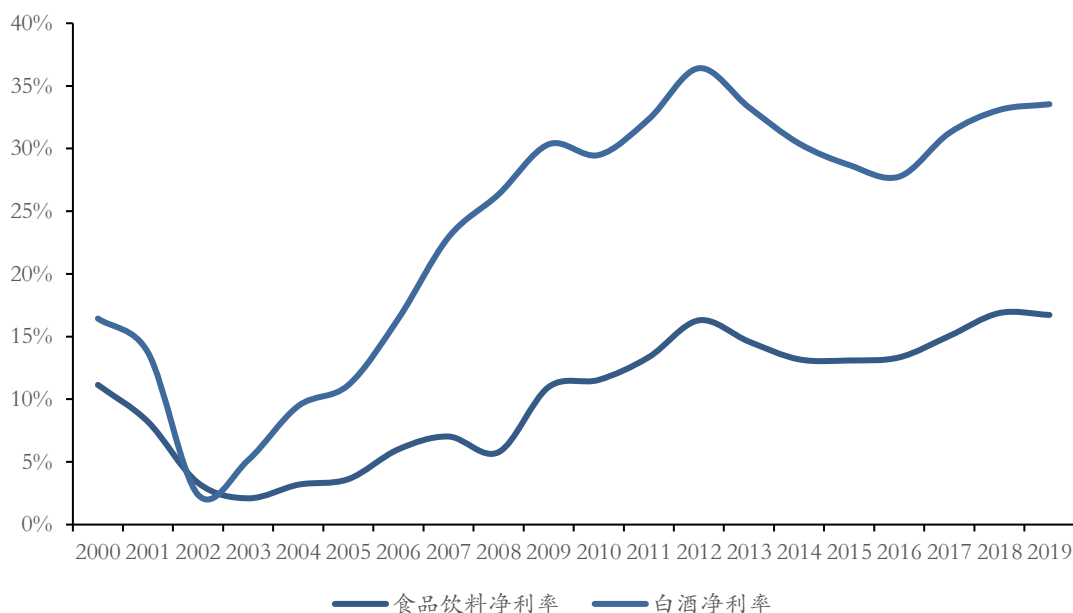
图表 22 茅五泸出厂价复合增速与 CPI 增速对比

时间段	飞天茅台	经典五粮液	国窖 1573	中国 CPI	备注
2001~2019 年	8.6%	7.3%	6.0%	2.3%	茅五泸出厂价复合增速在各阶段均跑赢中国 CPI 增速。
2010~2019 年	7.7%	8.2%	4.3%	2.6%	
2017~2019 年	8.8%	9.7%	5.7%	2.2%	

资料来源：wind，华安证券研究所

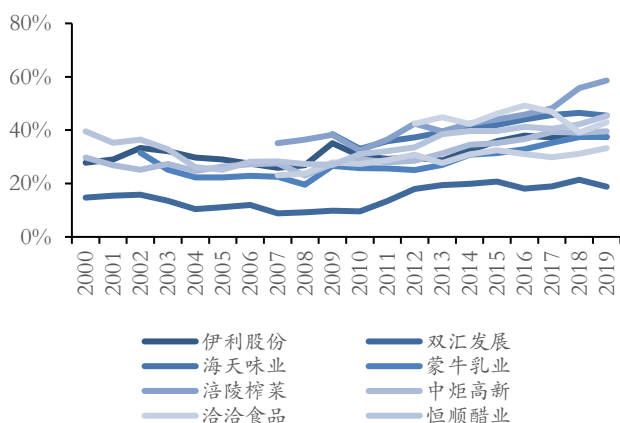
2.2.3 利润率持续提升：产品升级及规模效应

食品饮料板块净利率持续提升。2000 年以来，食品饮料及白酒板块净利率分别由 11.15%、16.44% 提高至 16.73%、33.54%，呈现长期向上趋势，白酒净利率较食品饮料板块整体提升更为显著。其中，受益于行业价增、规模效应，板块整体毛利率长期向上，费用率整体保持稳定，食品饮料部分子行业受成本端波动及行业竞争影响，毛利率和费用率短期波动，但不改净利率长期向上趋势。

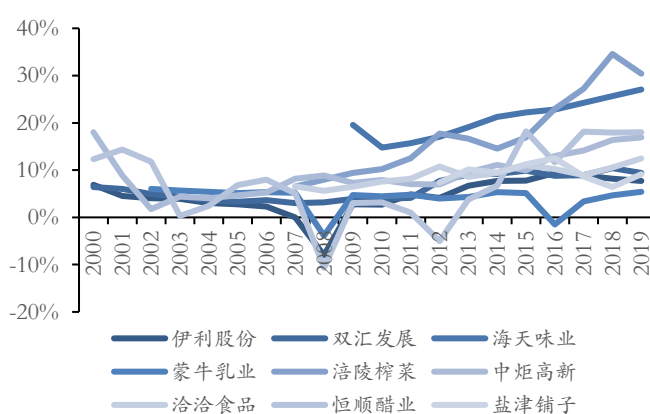
图表 23 食品饮料（含白酒）及白酒板块净利率走势


资料来源：wind，华安证券研究所

食品净利率存在波动，费用及成本持续变化。食品各细分行业净利润趋势略有不同：调味品细分龙头以海天味业、中炬高新、涪陵榨菜为代表，净利率呈现长期向上趋势，主要受益于成本端相对稳定、行业竞争格局相对宽松、品牌力持续显现、价增及规模效应带动毛利率向上；乳制品细分龙头以伊利股份、蒙牛乳业为代表，净利率长期向上，主要受益于龙头公司价增带动毛利率向上，但过程中有所波动，主要由于原奶价格波动、及进入寡头竞争后费用投放增加。

图表 24 主流食品企业毛利率走势


资料来源：wind，华安证券研究所

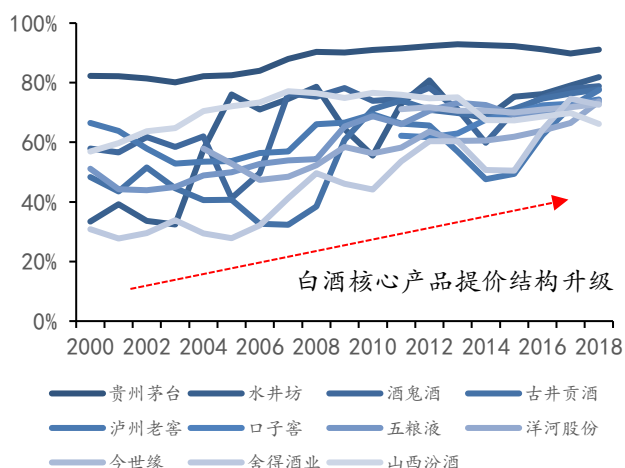
图表 25 主流食品企业净利率走势


资料来源：wind，华安证券研究所

白酒净利率整体向上，高端酒尤为显著。白酒企业净利率普遍处于较高水平，其中2019年一线名酒贵州茅台、五粮液、洋河股份净利率均在约30%以上水平，二线名酒及区域龙头山西汾酒、古井贡酒、今世缘、水井坊等酒企净利率处于20%~30%区间；趋势上看，全国名酒及次高端区域龙头企业仅在2012年限制三公消费后净利率一段时期内承压，长期趋势仍向上，**名酒龙头抗风险能力更强**；本轮白酒小周期后半程，洋河、酒鬼、金徽净利率见顶下滑，行业步入成熟期后出现**结构性分化**。

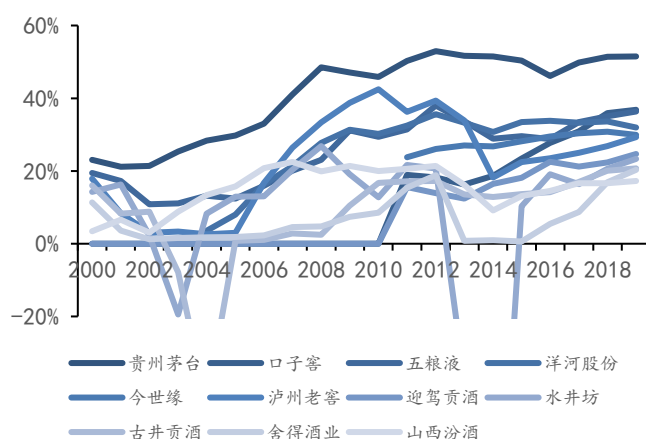
白酒提价结构升级，毛利率长期向上。全国名酒是单品全国化模式，通过大单品提价贡献均价及毛利率上行；区域次高端酒企是系列全国化模式，通过产品结构轮动升级实现结构升级、带动均价及毛利率上行。我们认为，由于白酒行业存在渠道常规性销售费用的特点，费用率优化空间有限，因此净利率提升主要由毛利率上涨带动，**白酒头部品牌核心单品中长期提价趋势明显，贡献财务效应，带动毛利率长期向上。**

图表 26 主流白酒企业毛利率走势



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 27 主流白酒企业净利率走势



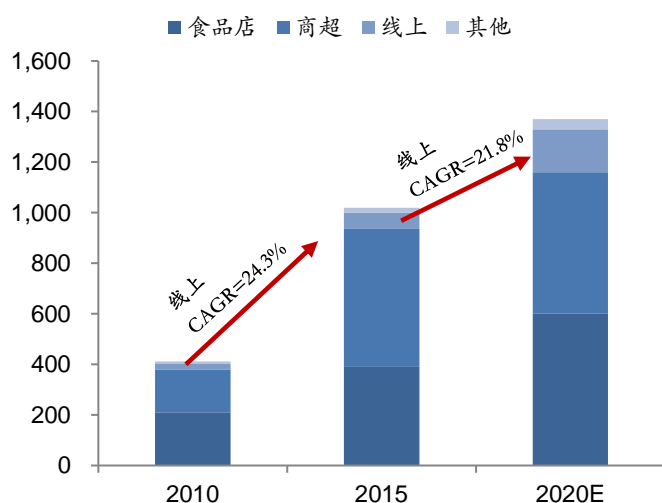
资料来源：wind，华安证券研究所

2.3 新时代有新机遇

2.3.1 线上爆发提供高成长机遇

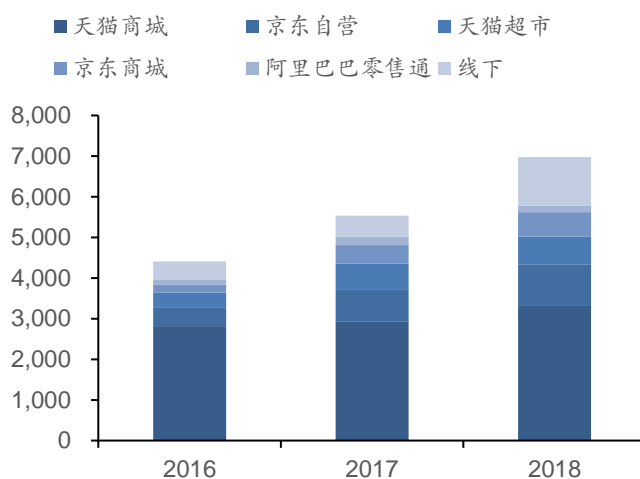
2012年前后电商渠道爆发，一批线上休闲食品企业抓住机遇，实现了高速增长。2011~2019年，网络购物规模由0.8万亿元增长至7.5万亿元，年复合增速达到32.3%，在社会消费品零售总额中的渗透率由5%上升至15%。休闲食品线上CAGR超过20%，对应的商超等传统渠道增长陷入瓶颈，CAGR由2010~2015年的26%下降至2015~2020年的0.4%。代表性企业如三只松鼠，2014~2019年，营业收入复合增速为62%，2016~2018年，几大电商平台的营收占其总营收比重分别为90%、90%、83%，线上渠道的高速增长推动了公司迅速成长为百亿级巨头。又如良品铺子2006年线下起家，2012年开始进军线上，目前线上渠道销售占比达到55%，有力地推动了公司规模快速增长。

图表 28 休闲食品各渠道规模及复合增速



资料来源: Frost&Sullivan, 华安证券研究所

图表 29 三只松鼠线上业务分布

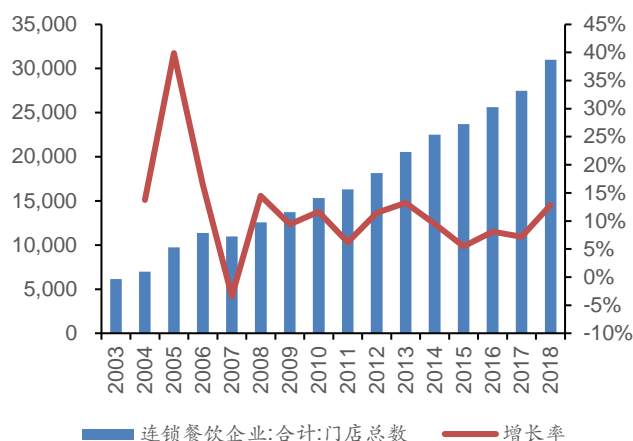


资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

2.3.2 产业链变迁, B2B 正是风口

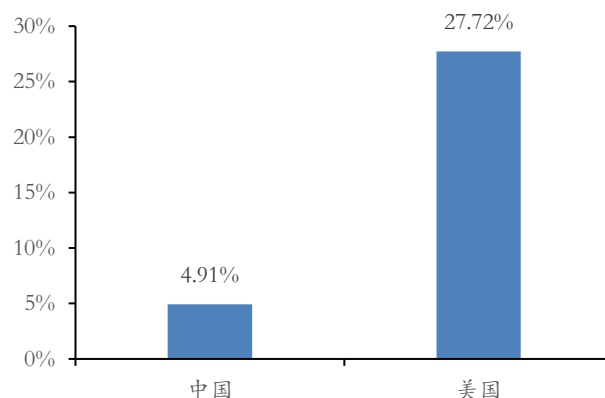
下游剧变, 中上游供应商 B2B 正是风口。下游最重要变化是餐饮正加速连锁化, 2003~2018年, 我国连锁餐饮平均门店数量持续增加, 年复合增速约为 11.4%, 对比美国餐饮行业集中度, 当前中国 CR50 仅有约 5%, 预计随着中国餐饮集中度提升, 中国连锁餐饮占比仍有较大提升空间。2020 年新冠疫情爆发, 或许会加速餐饮连锁化趋势, 中央厨房凸显稳定性优势。规模餐饮企业市场份额增加带动, 直接给上游供应商 B2B 业务加速发展提供了机会, 并推动了上游原材料、半成品、调味料行业的集中度快速提升。颐海国际、安井食品、海天味业作为火锅调味料、速冻食品、调味品龙头, 近 5 年营收复合增速分别为 50%、20%、15%, 颐海国际第三方销售收入占比由 2013 年的 43% 提升至了 2019 年的 61%。除了餐饮连锁化, 食材销售网络变化也给中上游企业提供了产业机会, 如现代超市、电商等渠道正逐步替代农贸市场, 并直接引发上游供应商的快速变化, 双汇发展、圣农发展、湘佳股份等都从中受益。展望未来, B2B 快速发展是必然趋势, 也会继续给调理半成品、速冻食物、复合调味料等业务带来持续快速成长机会。

图表 30 连锁餐饮平均门店数量持续增加



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 31 中美餐饮行业 TOP50 份额对比

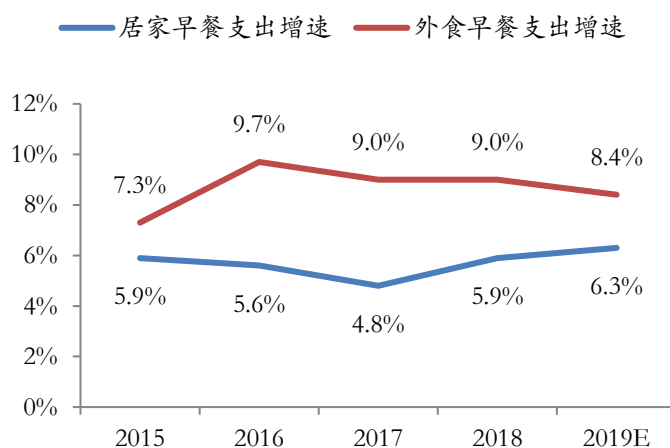


资料来源: 前瞻产业研究院, 华安证券研究所

2.3.3 生活模式变化带来新机会

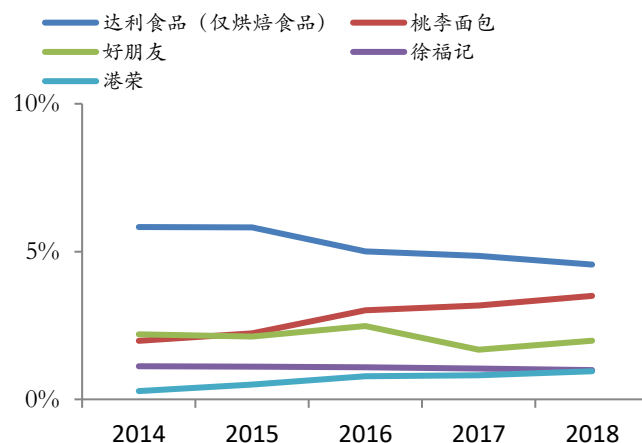
现代生活节奏加快, 方便食品需求增长。现代生活节奏加快催生了对方便快捷、性价比高食物的需求, 典型如对西式面包等方便携带早餐的需求。英敏特 2019 年 6 月统计, 多数西式早餐渗透率已超过 50%, 其中面包/吐司产品渗透率已达到 62%, 而中短保面包口感更优, 防腐剂等添加剂更少, 更是有取代长保产品趋势。桃李面包顺应了消费者健康化和方便携带的需求, 打造了高效运作的供应链, 全国范围内日配比例超过 50%, 成为国内短保烘焙龙头。休闲卤味食品行业也呈现出消费升级和连锁化特征, 品牌包装产品替代了散装夫妻店产品, 迎合了现代消费者对食品更安全、品牌形象佳、购买更便利的诉求。代表企业如绝味食品、周黑鸭等, 其中绝味食品以加盟连锁方式快速拓展全国市场, 截至 2019 年末已开设 10,954 家门店。

图表 32 近年来外食早餐支出增速持续高于居家早餐



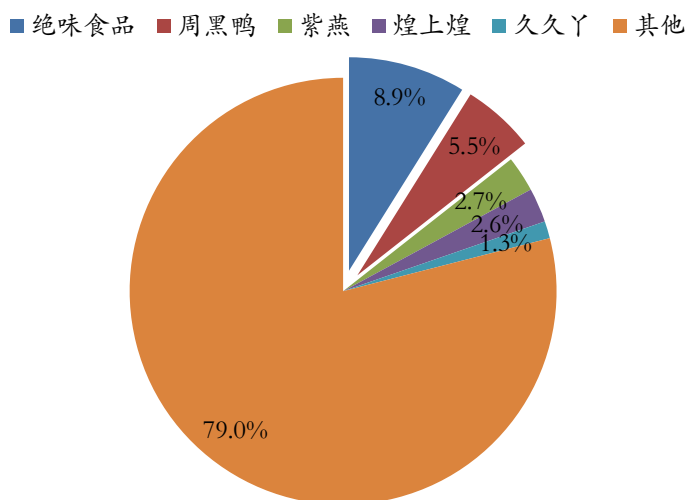
资料来源: 英敏特, 华安证券研究所

图表 33 近年来短中保品牌商市占率



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

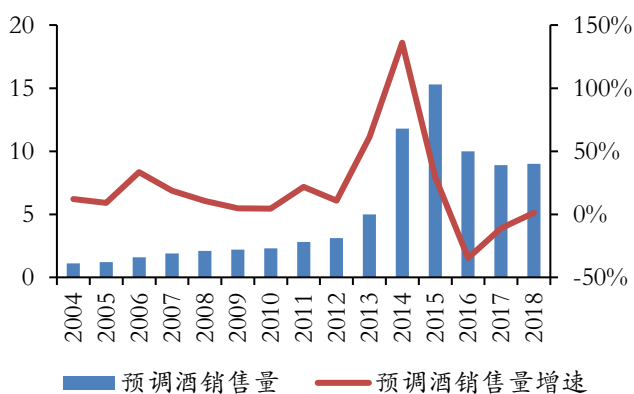
图表 34 休闲卤制品行业龙头公司 2016 年市占率



资料来源: wind, 华安证券研究所

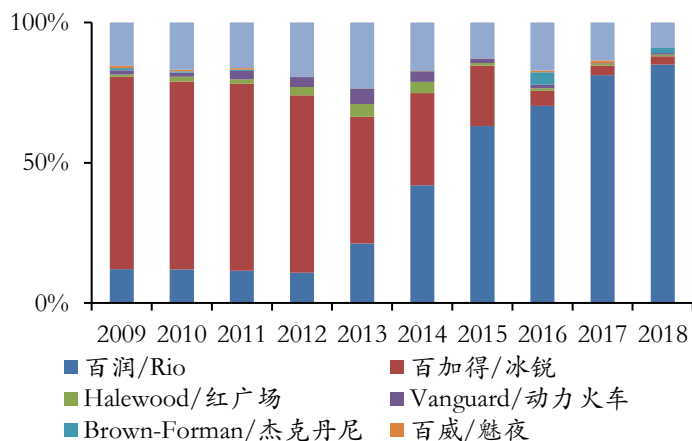
低度预调酒, 满足青年一代酒精饮料新需求。白酒、啤酒、葡萄酒、黄酒产品度数偏高, 品牌形象也偏传统, 难以满足青年一代对更时尚、更个性化低酒精度饮料的需求, 这为主打“微醺”的低度预调酒提供了成长机会。根据 Euromonitor 数据, 2011~2015 年, 预调酒行业开启了第一轮高速增长, 行业销量从 2.8 万千升增长至 15.3 万千升, 年复合增长率约 55%, 2016~2018 年行业清库存去泡沫, 2018 年行业年销售规模降至约 9 万千升, 但仅占同年啤酒行业消费量 3,813 万千升的约 0.24%, 未来成长空间仍巨大。预调酒龙头百润股份抓住机会, 市场份额由 2012 年的约 10% 大幅提升至 2018 年的约 84%, 基本实现寡头垄断。

图表 35 中国预调酒销量及增速(万千升)



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

图表 36 中国预调酒市场份额变化

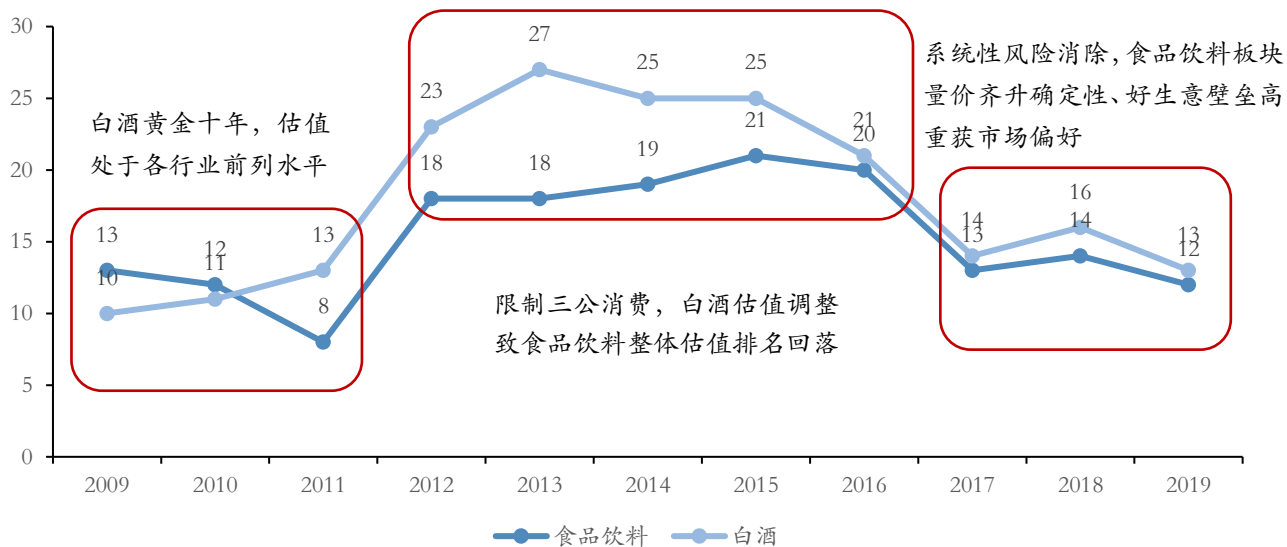


资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

三 估值：绝对和相对均持续抬升

绝对和相对均持续抬升。因食品饮料板块中长期量价齐升确定性高、好生意本质、及消费对 GDP 贡献持续加大等因素推动，食品饮料估值持续上升。由于白酒板块市值在食品饮料板块中占比大，2012 年限制三公消费一度压制了食品饮料估值，但系统性风险事件影响结束后，食品饮料板块再次获得市场资金偏好，2015 年至今板块市盈率估值在一级子行业中排名持续上升，市盈率水平整体也在不断上涨。

图表 37 近十年申万食品饮料及白酒市盈率在全部申万一级子行业中排序及走势



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 38 近五年食品饮料及白酒估值水平及排序

2015 年		2016 年		2017 年		2018 年		2019 年	
有色金属	297.46	采掘	202.28	综合	88.08	通信	142.48	计算机	124.34
国防军工	205.11	国防军工	110.05	国防军工	83.88	计算机	69.20	有色金属	110.34
综合	148.84	机械设备	84.55	通信	63.99	国防军工	64.17	国防军工	85.74
计算机	97.68	综合	74.79	传媒	49.21	电气设备	50.25	综合	65.65
采掘	79.47	通信	66.18	计算机	43.77	有色金属	47.21	电子	50.33
机械设备	71.14	有色金属	65.61	有色金属	40.83	农林牧渔	43.79	医药生物	47.18
休闲服务	68.56	计算机	57.89	农林牧渔	38.27	机械设备	35.67	机械设备	44.16
传媒	66.14	休闲服务	52.90	机械设备	37.83	综合	33.69	电气设备	44.04
农林牧渔	64.86	传媒	45.00	休闲服务	37.36	纺织服装	31.97	休闲服务	42.92
商业贸易	63.67	电气设备	43.68	医药生物	34.75	电子	31.69	纺织服装	41.56
电气设备	58.90	钢铁	42.74	电气设备	34.26	休闲服务	30.34	轻工制造	33.66
通信	49.09	商业贸易	42.52	电子	33.45	医药生物	29.62	食品饮料	33.36
医药生物	46.68	医药生物	38.18	食品饮料	32.58	轻工制造	28.40	白酒	32.21
建筑材料	45.71	纺织服装	35.90	白酒	32.23	食品饮料	21.38	化工	27.91
轻工制造	44.85	轻工制造	33.53	纺织服装	28.57	公用事业	20.89	汽车	27.21
纺织服装	42.50	电子	31.93	采掘	27.88	白酒	18.89	农林牧渔	23.91
电子	41.18	化工	29.45	商业贸易	27.70	非银金融	18.39	公用事业	22.63
化工	36.47	农林牧渔	28.50	轻工制造	26.54	汽车	18.04	商业贸易	21.73
房地产	27.94	建筑材料	27.35	公用事业	26.28	商业贸易	16.61	家用电器	19.78
交通运输	26.29	食品饮料	26.00	化工	23.37	交通运输	15.21	非银金融	16.95
食品饮料	25.68	白酒	24.02	建筑材料	20.21	采掘	15.13	交通运输	16.69
公用事业	22.60	公用事业	20.64	汽车	20.21	家用电器	14.68	采掘	15.54
家用电器	22.39	交通运输	20.58	家用电器	19.23	化工	14.44	建筑材料	12.22
汽车	21.87	汽车	18.14	交通运输	19.14	建筑装饰	10.18	钢铁	11.65
白酒	20.71	非银金融	18.02	非银金融	18.87	建筑材料	9.14	房地产	10.19
建筑装饰	18.23	家用电器	17.87	建筑装饰	14.38	房地产	8.91	建筑装饰	9.39
非银金融	13.45	建筑装饰	17.13	房地产	14.04	钢铁	6.12	银行	6.76
银行	6.10	房地产	17.13	钢铁	11.73	银行	5.81	通信	(119.67)
钢铁	(13.73)	银行	5.90	银行	6.94	传媒	(60.71)	传媒	(123.27)

资料来源：Wind，华安证券研究所

四 展望：牛市仍长，挑战加大

展望未来，食品饮料龙头企业量、价持续成长空间仍在，高 ROE、现金流充沛等特点或更加明显，虽整体增速不可避免放缓，但消费型社会中，其相对其他行业优势或更明显，迭加资金机会成本下降，我们判断，食品饮料牛市仍长。

4.1 长牛仍可期

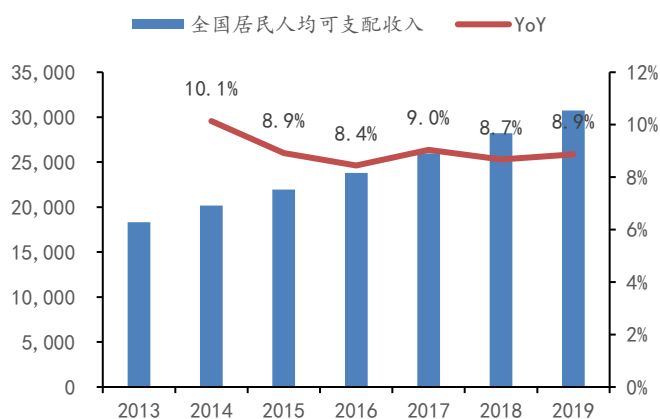
4.1.1 好生意特点或不断强化

量价成长暂未见天花板。随着人均收入增长推动，预计食品饮料多数细分板块人均消费量仍有提升空间，强者恒强竞争特点则会推动市场份额继续向龙头集中，支撑其销量持续增长，并利好利润率提升。如白酒总量虽然难增，甚至可能下降，但消费升级持续推动，**高端、次高端产品增长空间预计仍是几倍级，且基本上会集中在龙头企业。**低档光瓶酒也可通过市场扩张来实现持续增长。**乳制品、休闲食品人均消费量增长空间仍大，**随着中国人在外就餐比例提升，**调味品销量仍能持续增长，且龙头份额提升空间仍大。**从价格来看，**通胀和消费升级两大核心驱动因素将继续推动均价提升，包括产品结构升级和直接提价，**且随着收入水平上升后，食品饮料支出占收入比例将下降，均价上升空间或许较过去会更大。

相对优势或更明显。随着经济体系增速整体下降、人均消费量上升和基数变大，食品饮料自身增速也会下降。但消费在经济体系中占比预计将持续提升，食品饮料增速相对其他行业的优势或会更明显。

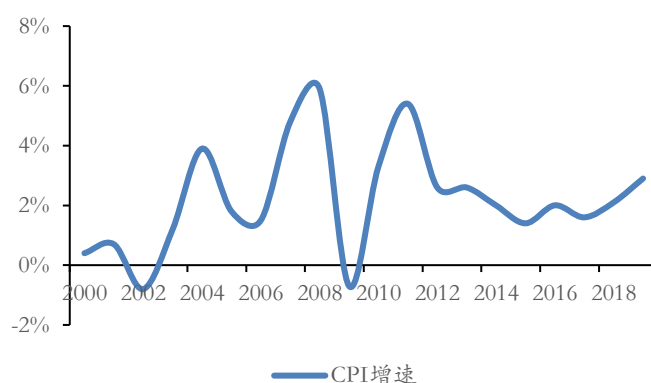
品牌壁垒持续提高，好生意特点或不断强化。强者恒强竞争特点决定，细分赛道中的品牌数量会下降，其在消费者心智中的地位将更加牢固，竞争格局或不断优化。商业模式难有变化，经营上轻资产特点也不会改变，品牌壁垒提高或许意味着可继续提高 ROE，提升盈利能力和现金分红能力。

图表 39 全国居民人均可支配收入持续增长



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 40 中国 CPI 增速



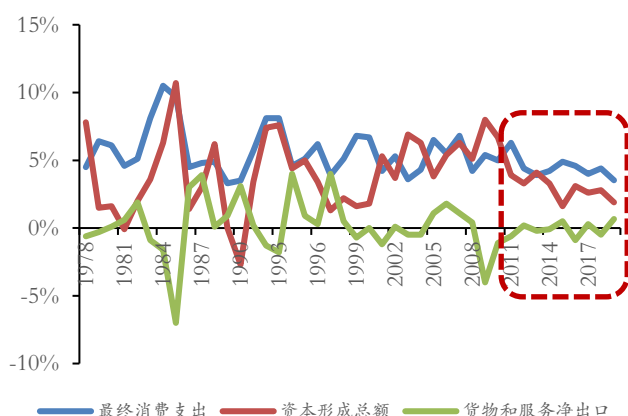
资料来源：wind，华安证券研究所

4.1.2 估值或将继续上升

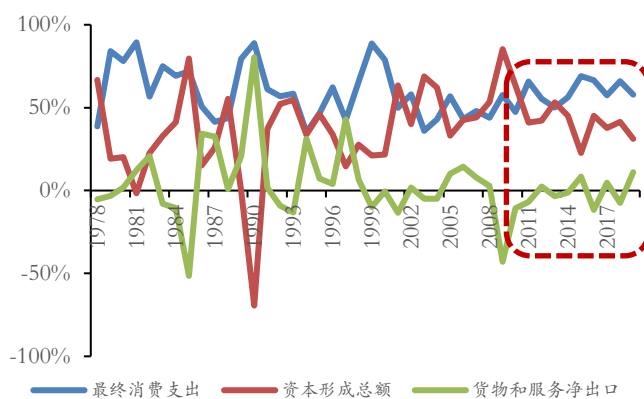
机会成本或持续下降，支持绝对估值上升。2010年以来，中国经济增速持续下行，未来更可能继续逐步下台阶，直至新的潜在增速，10年期国债利率为代表的资金机会成本也可能持续下行。对增长前景明确食品饮料龙头公司来说，这或许会继续推动其估值上升。

GDP 中消费贡献持续增加，支持相对估值上升。2010年以来，GDP 中消费贡献率已提高至约 60%水平，明显高于投资与出口贡献，这应会支持食品饮料板块相对投资、出口等相关板块的估值上升。

图表 41 (消费、投资、出口) 对 GDP 增长拉动百分比 图表 42 (消费、投资、出口) 对 GDP 增长贡献率

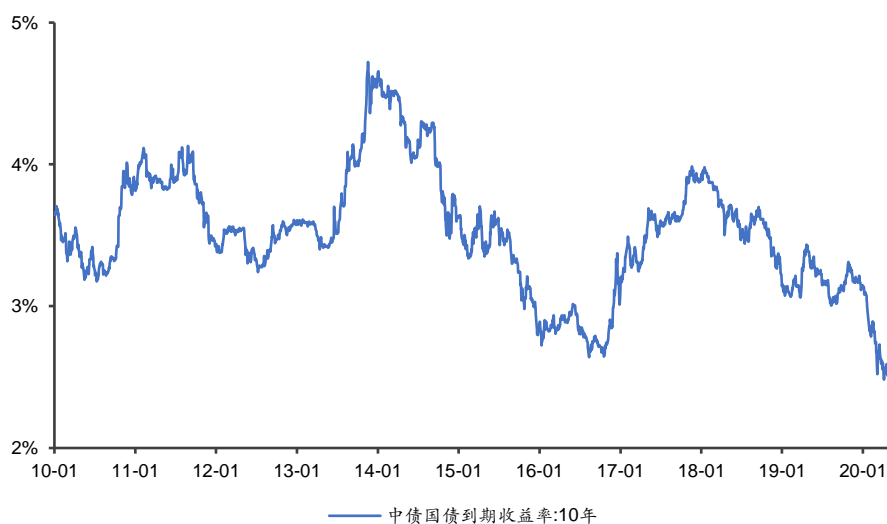


资料来源：wind，华安证券研究所



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 43 十年期国债收益率呈下行趋势



资料来源：中债估值中心，华安证券研究所

4.2 挑战加大：未来并非过去简单重演

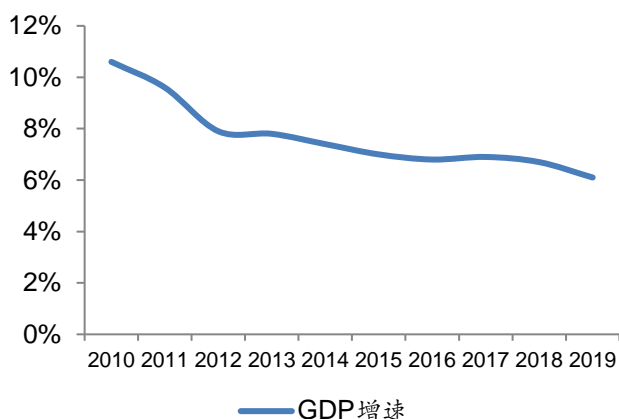
增速放缓的挑战。随着经济增速放缓、人均消费量上升、基数变大，食品饮料行业增速同样面临放缓趋势，这要求我们持续跟踪细分子行业和龙头企业的业务发展，随时修正对未来的判断，并不断挖掘更具成长性的子行业和公司。

消费者变化的挑战。中国社会人口变化非常迅速，首先是即将面临的人口老龄化，年轻人数量下降将直接影响相关产业链发展；其次，人群知识结构正迅速变化，如上大学人口占同龄年青人比例 2000 年开始迅速上升，或导致这一代消费者理念、偏好、行为的巨大变化，对已有企业的经营形成挑战。

渠道变化带来的挑战。电商渠道飞速发展，人、货、场关系被重构，线下时空分离情景下的稳态被打破，渠道不稳定性骤增，对任何已有的消费品企业，这都是巨大挑战。

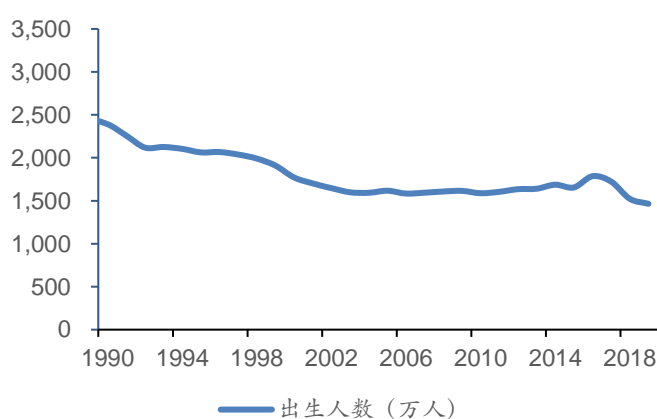
经济结构变化的挑战。中国经济增长模式正在转变，由房地产、固定资产投资驱动转向消费驱动，意味着房地产、固定资产投资相关的消费产业链大概率面临持续调整压力。典型代表如高端及次高端白酒的商务需求，这需要我们持续跟踪业务实际进展，仔细辨识各类消费者变化的综合影响。

图表 44 GDP 增速持续下行



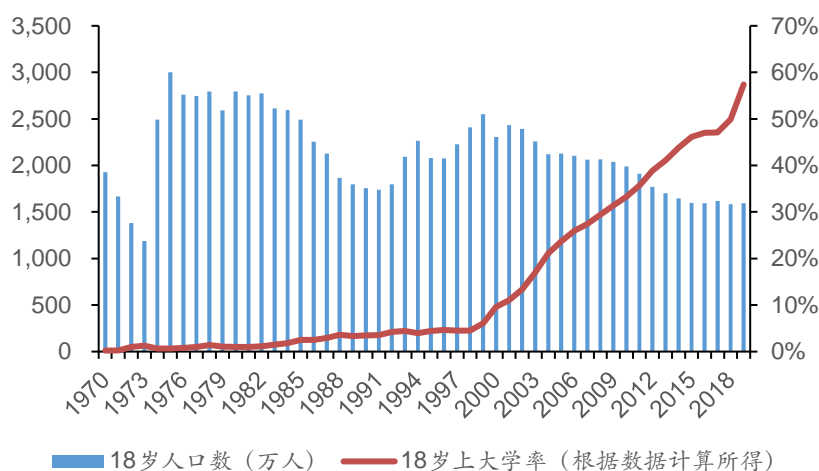
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 45 新生儿数量持续下行



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 46 上大学人数比例走势



资料来源：wind，华安证券研究所

五 投资建议：深耕能力圈，锁定好企业

复盘历史，食品饮料板块涨幅冠绝全市场，基本靠业绩持续增长推动。未来虽并非过去简单重复，但中国市场很可能会提供全球最大的消费增长红利。此背景下，通过建立产业能力圈内，研究聚焦，深耕其中，寻找并锁定好生意、好企业、优秀企业家团队，持续深度跟踪，伴随其成长，并及早认知重要趋势与变化，从而获得高回报率的胜率仍会很高，也是可落地、可复制的投资研究模式。华安食品饮料团队虽是新组队，但将努力沿着正确的方向，用正确的方法把研究工作做正确，让研究为投资决策创造价值。

基于当前认知，建议重点关注如下领域：白酒方面，消费升级持续推动下，高端、次高端增长空间预计仍是几倍级，低档光瓶酒龙头靠市场份额扩张实现持续增长的空间也仍存在，关注高端龙头贵州茅台、五粮液、泸州老窖、酒鬼酒，次高端龙头洋河股份、山西汾酒、古井贡酒、今世缘等。随着人均消费量增长、内部结构转换、产业变迁，食品大类下众多细分产品销量增长空间仍大，产品价格也将保持上涨趋势，龙头公司市场份额将不断上升，关注伊利股份、双汇发展、海天味业、中炬高新、涪陵榨菜、天味食品、日辰股份、安琪酵母、绝味食品、桃李面包、三只松鼠、良品铺子、洽洽食品、安井食品、克明面业、汤臣倍健、百润股份等。

六 风险提示

宏观经济下行风险。受新型冠状病毒疫情影响，企业开工不足、订单减少，宏观经济疲软将会降低居民的收入预期，影响消费欲望。

食品安全风险。食品安全事故会对食品饮料行业产生系统性风险，如 2008 年“三聚氰胺”事件使得国内奶粉企业遭受重创、外国品牌奶粉抢占市场份额，2012 年塑化剂事件致使白酒板块遭受重创。

政策风险。政策对白酒尤其是高端白酒行业影响巨大，12 年“限制三公消费”事件使高端白酒消费被遏制。

原材料价格上涨风险。原材料价格上涨对公司成本产生压力，影响公司销量和最终营收，如食品饮料板块上游的生猪和鸡肉价格上涨将会对下游的食品加工企业如安井食品等产生负面影响。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。